

## Еженедельный обзор

- Дефицит текущего счета в июне увеличился на 0.3 млрд \$ г/г до 0.4 млрд \$.
- S&P повысило РДЭ Укрзализныци до уровня «В-» со стабильным прогнозом
- Валютные резервы НБУ в июле увеличились на 1.2 млрд \$ м/м до 21.8 млрд \$.

**Дефицит текущего счета в июне увеличился на 0.3 млрд \$ г/г до 0.4 млрд \$.** Агрегированный показатель за последние двенадцать месяцев составил 3.8 млрд \$, по сравнению с 2.7 млрд \$ год назад. Месячный торговый баланс ухудшился 0.4 млрд \$ г/г до -0.5 млрд \$. Финансовый счет продемонстрировал приток в размере 1.6 млрд \$ (на 1.5 млрд \$ больше, чем в прошлом году).

**Наше мнение:** Показатели текущего счета в этом месяце оказались несколько более слабыми чем ожидалось, на фоне резкого повышения спроса на импортные товары. Особенно ярко данный тренд проявился в категории оборудования и техники, где рост закупок ускорился до 28% г/г против 17% в мае, главным образом за счет электроники и автомобилей. Дополнительным фактором послужили более значимые поставки природного газа, которые удвоились, по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, до 1.9 млрд м<sup>3</sup>. В то время как динамика последнего является скорее следствием альтернативного распределения реверса от ЕС во времени (мы по-прежнему ожидаем, что общий объем за год составит 9.5 млрд м<sup>3</sup>), скачок в импорте первого оказал влияние на наши прогнозы. Однако еще более важным событием, с нашего последнего обзора, стал спад международных ценовых индексов на сырье. Железная руда (62% Fe CFR China) потеряла за месяц 16%, а Черноморская пшеница и сталь (HRC Europe) снизились на 4% и 2%, соответственно. Объединяя эти данные вместе, мы повышаем наш прогноз дефицита текущего счета за 2019 год до 4.5 млрд \$ (2.9% ВВП) с 3.0 млрд \$ ранее.

Финансовый счет в июне отразил в первую очередь продажи выпусков суверенного долга нерезидентам: еврооблигации на сумму 1.0 млрд евро и ОВГЗ на 0.5 млрд \$. Приток финансирования в частный сектор увеличился вдвое по сравнению с маем. Основными источниками послужили торговые кредиты и новые заимствования.

**S&P повысило РДЭ Укрзализныци до уровня «В-» со стабильным прогнозом.** Согласно пресс-релизу агентства, данное изменение в первую очередь отражает улучшение ликвидной позиции и профиля погашения эмитента после недавнего размещения LPN на 500 млн \$.

**Наше мнение:** Принимая во внимание низкую закредитованность компании (соотношение чистого долга к EBITDA на начало года равнялось 1.9) и государство в виде основного акционера, поднятие рейтинга до «В-» произошло чуть ли не с задержкой (Fitch пересмотрело свою оценку еще в ноябре). Несмотря на то, что в начале года на балансе компании действительно имелось 600 млн \$ долларов непогашенной краткосрочной задолженности, справиться с которой помогут новые бумаги, Укрзализныця, по нашему мнению, никогда не находилась под угрозой настоящего кризиса ликвидности, учитывая доступ к эмитента к другим госпредприятиям (особенно банкам) и казне.

Показатели платежного баланса, млн \$					
	июн-19	май-19	апр-19	12 мес	12 мес-1
Экспорт:	4,686	5,640	5,134	61,161	56,789
м/м	-17%	10%	-3%		
г/г	-1%	13%	4%	8%	12%
Импорт:	5,873	6,288	5,836	72,940	66,213
м/м	-7%	8%	-2%		
г/г	6%	9%	10%	10%	15%
ТБ <sup>(1)</sup> :	-1,187	-648	-702	-11,779	-9,424
м/м	-539	54	-32		
г/г	-373	158	-350	-2,355	-2,222
ТС <sup>(2)</sup> :	-432	249	33	-3,810	-2,789
м/м	-681	216	495		
г/г	-306	328	-161	-1,021	-1,101
ФС <sup>(3)</sup> :	-1,640	1,004	79	-7,088	-4,621
м/м	-2,644	925	1,194		
г/г	-1,491	1,349	179	-2,467	-996
ПБ <sup>(4)</sup> :	1,210	-750	-45	3,314	1,824
м/м	1,960	-705	-690		
г/г	1,187	-1,016	-335	1,490	-164
Funding flow <sup>(5)</sup>	988	467	78	4,867	3,108

Примечание: 12 мес и 12 мес-1 – последние двенадцать месяцев и последние двенадцать месяцев год назад, соответственно

(1) Торговый баланс

(2) Счет текущих операций

(3) Счет финансовых операций

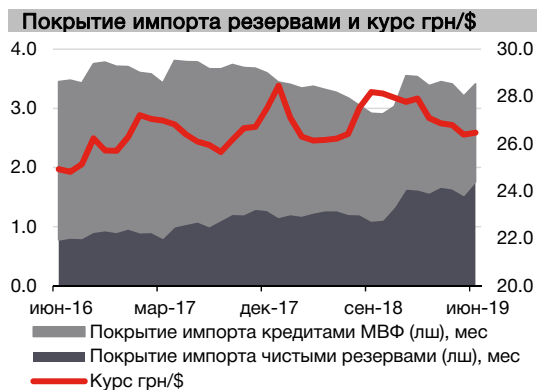
(4) Платежный баланс

(5) Приток капитала в частный сектор из-за рубежа

Источник: НБУ, Adamant Capital

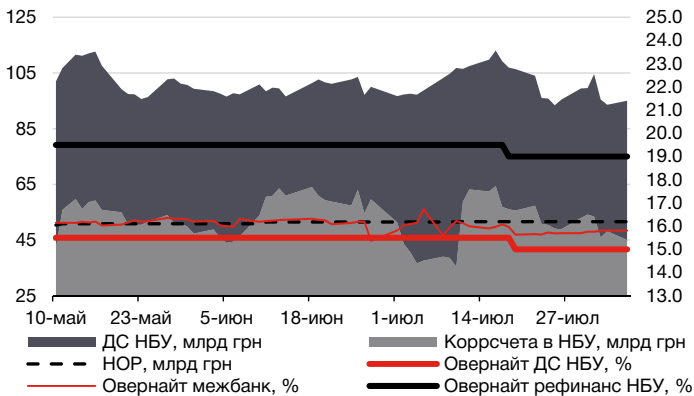
**Валютные резервы НБУ в июле увеличились на 1.2 млрд \$ м/м до 21.8 млрд \$.** Отток был вызван, прежде всего, процентными и амортизационными платежами по государственному долгу в размере 1.0 млрд \$. Крупнейшими поступлениями послужили размещения Министерством финансов ОВГЗ на 1.0 млрд \$ и чистая покупка валюты регулятором на межбанковском рынке в объеме 1.2 млрд \$.

**Наш взгляд:** Опубликованный размер резервов оказался значительно выше наших оценок на фоне неожиданно высокого объема валютных интервенций, проведенных Национальным банком в течение месяца. Данную возможность открыли для НБУ нерезиденты, проявившие большой интерес к локальному украинскому долгу в гриве (суммарная покупка составила 1.1 млрд \$ в эквиваленте). Спрос на валютные ОВГЗ также оказался существенным, что позволило Минфину достигнуть ролловера равного 133%. Наши попытки включить этот новый фактор в нашу модель привели к увеличению прогнозных резервов на конец года до 22.3 млрд \$ с 20.2 млрд \$ ранее. Однако мы отмечаем, что направление движения спекулятивного иностранного капитала весьма непредсказуемо, особенно с учетом предстоящей сменой ключевых должностных лиц страны. Напомним, что согласно нашему базовому макроэкономическому сценарию, Украине удастся получить в течение 4кв19 один транш от МВФ в размере 1.3 млрд \$ и макрофинансовую помощь от ЕС на сумму 0.5 млрд евро.

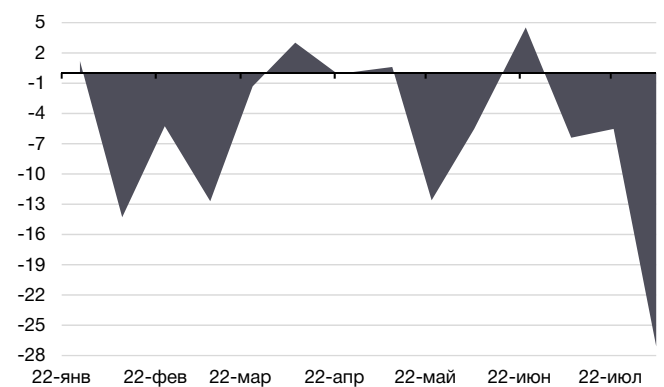


Источник: НБУ, Adamant Capital

## Приложение

**Ликвидность банковской системы (лш) и ставки ЦБ по ДС (пш)**


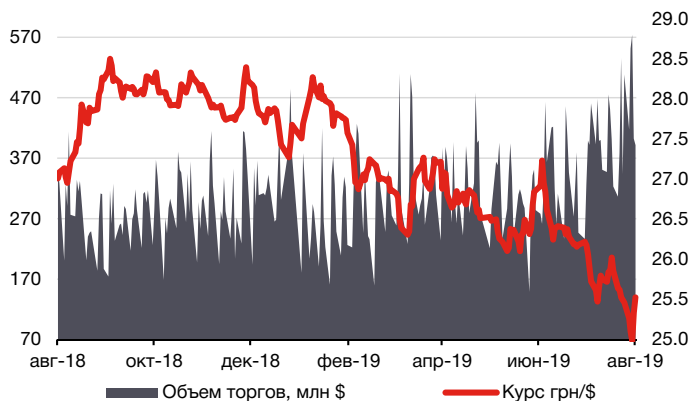
Источник: НБУ, Adamant Capital

**Приток от Госказначейства и ФГВФЛ в систему<sup>1</sup>, млрд грн**


Точки на графике демонстрируют суммарные притоки по фискальному каналу за 10 рабочих дней  
(1) Банковская система  
Источник: НБУ

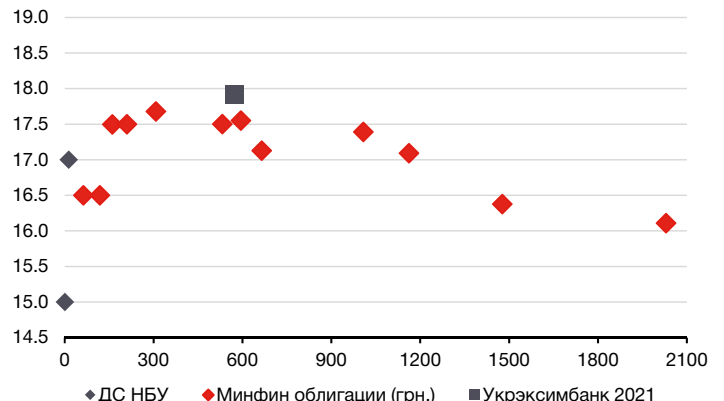
**Ликвидность банковской системы** (сумма коррсчетов в НБУ и депозитных сертификатов) сократилась на 4.4 млрд грн до 95.0 млрд грн за неделю. Министерство финансов 6 августа разместило облигации в гривне с погашением в октябре 2019, июле 2020, и августе 2022 с доходностью 16.50%, 16.28%, 16.59%, и 16.19%, соответственно. Общие заимствования составили 2.7 млрд грн.

**Межбанковский курс грн/\$** на этой неделе (с понедельника по понедельник) укрепился на 2.1%, открывшись на отметке 25.62 и закрывшись на уровне 25.09.

**Курс валюты (пш) и объем межбанковских торгов (лш)**


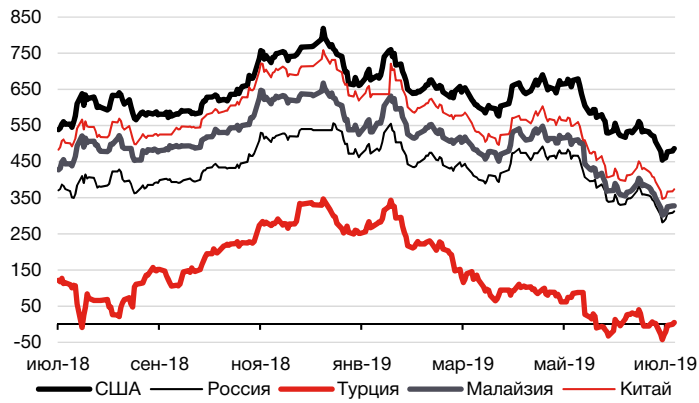
На основе официальных данных межбанковского рынка

Источник: НБУ

**Локальный рынок: доходность (%), (лш) и срок погашения (дней)**


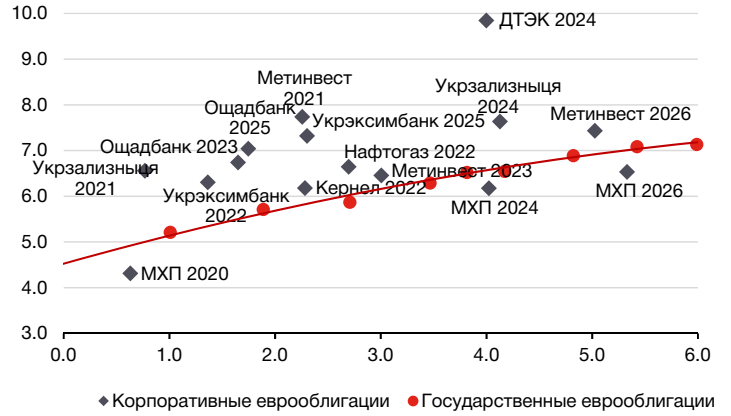
Источник: НБУ, Bloomberg, Adamant Capital

Премия 10 летней доходности Украины к другим странам, бп



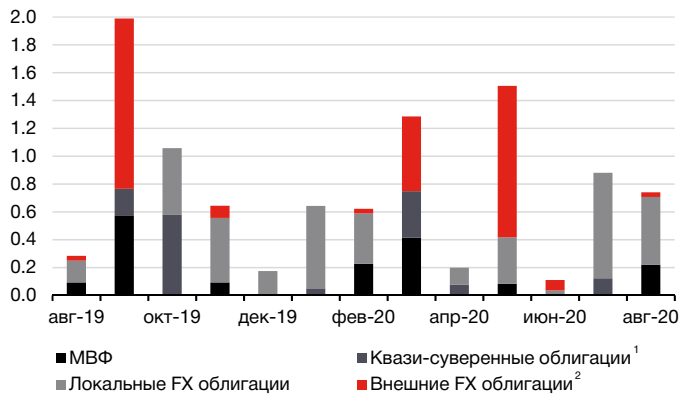
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Еврооблигации: доходность (% лш) и дюрация (г, пш)



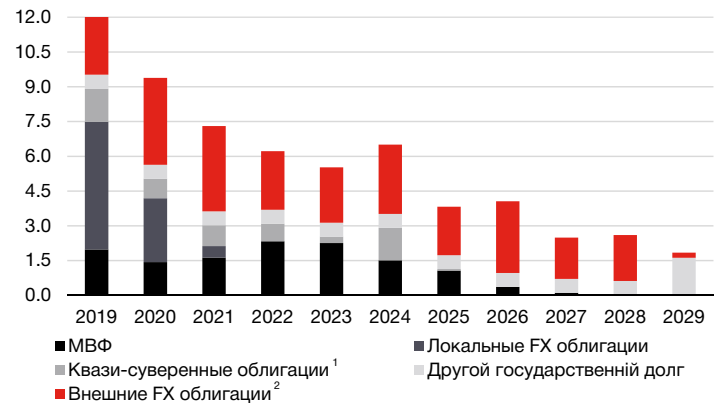
Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 12м, млрд \$



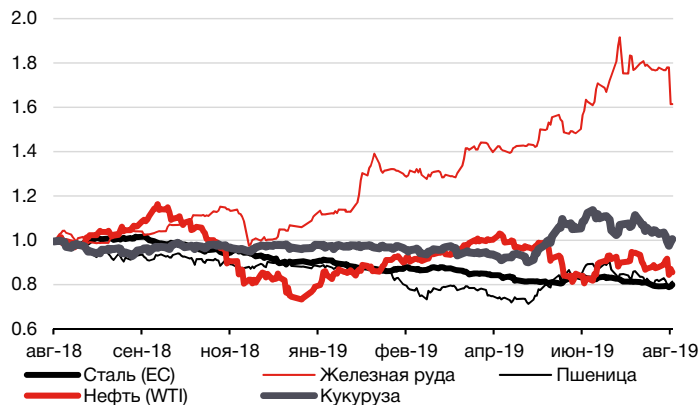
Процентные платежи включены в каждую категорию  
 (1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов  
 (2) Включают кредитные гарантии США  
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

График погашения внешнего долга Украины на 2019-29, млрд \$



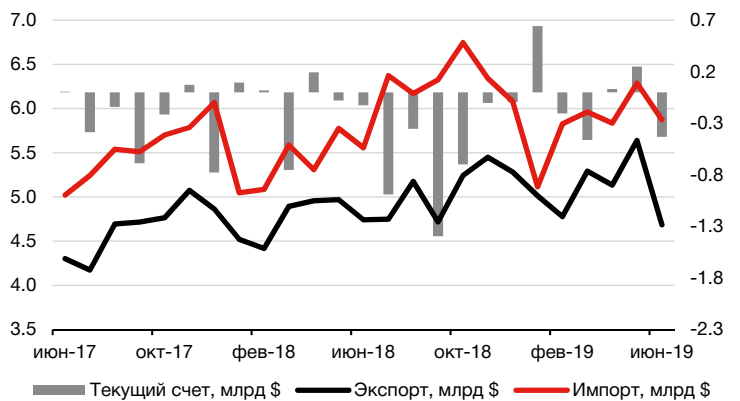
(1) Долг государственных банков, Укрзалізниця и муниципалитетов  
 (2) Включают кредитные гарантии США  
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Мировые индексы цен на сырье



Все индексы приведены с базисом 1. Используются следующие котировки: Platts TSI HRC N Europe; China Iron Ore 62% Fe; Wheat Futures (CBT); WTI Crude Oil Futures; Corn Futures (CBT)  
 Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Внешняя торговля (лш) и баланс текущих операций (пш)



Источник: НБУ

Основные макроэкономические показатели								
	1кв18	2кв18	3кв18	4кв18	2018	1кв19	2кв19П	2019П
Рост реального ВВП, г/г %	3.3%	3.8%	2.8%	3.5%	3.3%	2.5%	3.5%	3.0%
Номинальный ВВП, млрд грн	705	811	995	1,048	3,559	807	940	4,086
Номинальный ВВП, млрд \$	26	31	36	37	131	30	35	155
Рост дефлятора ВВП, г/г % <sup>1</sup>	15.1%	17.4%	16.0%	13.5%	15.0%	11.7%	12.0%	11.5%
ИПЦ (средний за период), г/г %	13.8%	11.6%	8.9%	9.7%	11.0%	8.9%	9.1%	8.7%
ИПЦ (на конец периода), г/г %	13.2%	9.9%	8.9%	9.8%	9.8%	8.6%	9.0%	6.5%
Дефицит бюджета, % ВВП <sup>1,2</sup>	0.4%	-1.7%	-0.4%	7.9%	1.9%	1.1%	-3.5%	2.3%
Широкий дефицит бюджета, % ВВП <sup>3</sup>	0.4%	-1.2%	-0.4%	8.3%	2.2%	1.1%	-3.5%	2.3%
Государственный долг, % ВВП	66.3%	61.6%	62.1%	60.9%	60.9%	58.6%	55.4%	53.8%
Внешний государственный долг, % ВВП <sup>4</sup>	41.6%	38.6%	37.6%	38.6%	38.6%	37.5%	35.9%	33.2%
Общий внешний долг, млрд \$	115	114	114	115	115	114	114	113
Экспорт товаров и услуг, млрд \$	13.8	14.7	14.6	16.0	59.1	15.1	15.1	62.2
Импорт товаров и услуг, млрд \$	15.7	16.6	18.9	19.2	70.4	16.9	17.5	75.0
Сальдо торгового баланса, млрд \$	-1.9	-2.0	-4.2	-3.2	-11.3	-1.8	-2.4	-12.8
Текущий счет, млрд \$	-0.6	0.0	-2.7	-0.9	-4.3	0.0	0.1	-4.5
Финансовый счет, млрд \$ <sup>5</sup>	-0.4	-0.6	-2.0	-4.2	-7.1	-0.4	-0.5	-6.7
Резервы НБУ, млрд \$	18.2	18.0	16.6	20.8	20.8	20.6	20.6	22.3
Средний курс на межбанке, грн/\$ <sup>6</sup>	27.3	26.2	27.4	28.0	27.2	27.3	26.6	26.4
Курс на межбанке (на конец периода), грн/\$	26.3	26.3	28.3	27.7	27.7	27.2	26.2	26.3
Учетная ставка НБУ (на конец периода), %	17.0%	17.0%	18.0%	18.0%	18.0%	17.5%	17.5%	16.0%

(1) Квартальные показатели рассчитываются при помощи данных за прошлые 12 мес

(2) Исключает весь дефицит, не включенный в официальные данные, но включает в себя чистые бюджетные займы, выданные государственным предприятиям

(3) Включает докапитализацию Нафтогаза и государственных банков, государственные гарантии и т.д.

(4) ВВП рассчитывается в долларах по среднему курсу грн/\$ за год

(5) Согласно РПББ МВФ

(6) На основе официальных данных НБУ без взвешивания на объемы торговли

Источник: НБУ, ГССУ, Минфин, МВФ, Adamant Capital

Индикативные цены еврооблигаций, их доходность и рекомендации									
Название облигации	Рекомендация	Дата рек	Купон	Погашение	Доходность	Bid	Δ неделя	Дюрация, г.	Объем, млн \$
Украина 2019	Держать	-	7.8	сен-19	7.2	100.0	-0.1	0.1	661
Украина 2023	Держать	-	7.8	сен-23	6.3	105.2	-1.5	3.5	1,355
Украина 2024	Держать	-	9.0	фев-24	6.5	109.5	-1.1	3.8	750
Украина 2027	Держать	-	7.8	сен-27	7.1	103.7	-1.1	6.0	1,307
Украина 2028	Держать	-	9.8	ноя-28	7.5	114.6	-1.3	6.4	1,600
Украина 2032	Держать	-	7.4	сен-32	7.4	99.7	-0.9	8.1	3,000
Авангард, в дефолте	Продавать	9-апр-19	10.0	окт-18	121.0	8.3	0.2	нс	214
ДТЭК 2024	Держать	4-июн-19	10.8	дек-24	9.8	103.6	-1.0	4.0	1,344
Кернел 2022	Покупать	23-июл-19	8.8	янв-22	6.2	105.8	-0.3	2.3	500
Метинвест 2023	Держать	30-июл-19	7.8	апр-23	6.5	104.2	-0.3	3.0	945
Метинвест 2026	Держать	30-июл-19	8.5	апр-26	7.4	105.5	-0.6	5.0	648
МХП 2024	Держать	23-июл-19	7.8	май-24	6.2	106.4	-0.2	4.0	500
МХП 2026	Держать	23-июл-19	7.0	апр-26	6.5	102.2	-0.3	5.3	550
Нафтогаз 2022	-	-	7.4	июл-22	6.6	101.9	-0.6	2.7	335
Нафтогаз 2024 (в евро)	-	-	7.1	июл-24	6.6	102.1	-0.9	4.3	672
Ощадбанк 2023	Покупать	14-мая-19	9.4	мар-23	6.7	104.4	-0.4	1.7	280
Ощадбанк 2025	Покупать	14-мая-19	9.6	мар-25	7.0	104.5	-0.7	1.7	500
ПриватБанк (10.250), в дефолте	-	-	10.3	янв-18	33.9	30.3	0.1	нс	160
ПриватБанк (10.875), в дефолте	-	-	10.9	фев-21	36.9	29.5	0.0	нс	175
Укрзалізниця 2021	Покупать	7-мая-19	9.9	сен-21	6.6	102.5	-0.3	0.8	350
Укрзалізниця 2024	-	-	8.3	июл-24	7.6	102.5	-0.2	4.1	500
Укрлендфарминг, в дефолте	Продавать	13-июн-17	10.9	мар-18	18.3	97.6	0.4	1.3	543
Укрэксимбанк 2021 (в гривне)	-	-	16.5	мар-21	6.3	104.5	-0.5	1.4	150
Укрэксимбанк 2022	Покупать	14-мая-19	9.6	апр-22	7.3	105.5	-0.6	2.3	375
Укрэксимбанк 2025	Покупать	14-мая-19	9.8	янв-25	108.7	10.0	0.0	нс	600

Примечание: поскольку мы оцениваем украинские бумаги относительно друг-друга внутри группы, рекомендация по суверенным облигациям всегда – «Держать»

Источник: Bloomberg, Adamant Capital

Календарь событий на 1 неделю		
Событие	Тип даты	Дата
ГССУ - статистика по инфляции	Точная	9-авг

Источник: НБУ, ГССУ, Adamant Capital, данные компаний

## Контакты

### Adamant Capital

5-Б Владимирская, 2-й этаж  
01001 Киев, Украина  
+380 44 585 52 36

#### Управление портфелем

Юрий Созинов | [urs@adamant-capital.com](mailto:urs@adamant-capital.com)

#### Аналитика

Константин Фастовец | [fks@adamant-capital.com](mailto:fks@adamant-capital.com)

#### PR

Инна Звягинцева | [zin@adamant-capital.com](mailto:zin@adamant-capital.com)

## Дисклеймер

Этот отчет был подготовлен исключительно для информационных целей и не является предложением, или просьбой о покупке, или продаже каких-либо ценных бумаг. Описания любой компании, или компаний, или/и их ценных бумаг, или рынков, или событий, упомянутых в настоящем документе, могут быть не полными. Мы не обязаны пересматривать, или обновлять любую информацию, или исправлять неточности, содержащиеся в этом докладе в будущем. Хотя данные для этого отчета были получены из источников, которые Adamant Capital считает надежными, мы не можем гарантировать их полноту и точность. При принятии инвестиционных решений инвесторы должны полагаться на собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Adamant Capital, его руководство, представители и сотрудники, не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования материала или его содержания. Adamant Capital, третьи лица, связанные с ним, его директора, и/или сотрудники, и/или любые связанные с ними лица, могут иметь интересы в компаниях или предоставлять услуги одной или более компаниям, упомянутых в данном документе, и/или намерены приобрести такие интересы, и/или предоставить какие-либо услуги в будущем. Все оценки и мнения, высказанные в настоящем отчете, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, который полностью или частично участвовал в составлении этого документа, и может отличаться от мнения Adamant Capital. Этот документ или любая его часть не может быть скопирована или воспроизведена без предварительного согласия Adamant Capital.